

国际货币体系的演变简史

——人之行动而非人之设计之结果*

王晋斌

内容提要

国际货币体系演变简史表明，国际货币体系的演变是人之行动而非人之设计之结果。从金本位至今，美国把握住了国际货币体系发展的趋势，采取了一系列行动使国际货币体系朝着美元信用货币体系演变，并极力维持这一货币体系。国际货币体系演变简史也表明最重要的国家一旦卷入战争，或中心国家长期实施以自我为中心的财政和货币政策，国际货币体系才会发生大变革。外围国家的金融危机不会对美元国际货币体系的持续性产生影响，而中心国家美国的金融危机只会对美元货币体系产生冲击，也不会影响美元货币体系的持续性。金本位是市场竞争的结果，而美元国际货币体系也是市场共同选择的结果。在这个意义上，当前的国际货币体系应该是“正常”的国际货币体系。

美元是美国的，问题是世界的。浮动汇率制度以来的美元经济周期确实是全球经济面临的重要问题。尽管美元国际货币体系持续性面临的最重要的竞争是欧元的替代性，其他区域性货币体系的构想与建设（包括货币互换），但新兴市场的高增长在美元惯性的作用下，没有可见的能够引起国际货币体系发生重大变革的因素。

没有明确的巨变动因不等于不行动。明确外围与中心变迁是把握国际货币体系变迁的基本逻辑。从经济总量和未来的增长模式看，中国已经成为最重要的外围国家，这与60-90年代形成的美国是中心，德国和日本是最主要的外围国家相比，已经发生了巨大变化。目前全球经济与金融格局是以美国为中心，德国依托欧元区是一个“准中心”，日本已成为外围经济体。中国的对外经济与经济战略应该是在货币上盯住美元，在贸易上进一步强化与欧洲的关系，维持与日本经济的贸易关系，依托东南亚“10+1”自由贸易区和盯住美元双重支柱来推进人民币区域化战略，实现区域内人民币对美元的逐步替代，来逐步使人民币国际化。

一、物本位下的国际货币体系：1879-1970

（一）、金本位时期：黄金供给和需求的随机冲击以及美国对黄金的政策

在国际金本位之前，早在公元前400年罗马大帝，在黄金的高度垄断体制下，按照“官定

货币、同等成色、同等购买力”的原则，以金银1：12的比例铸币一直延续了很长时间，垄断体制下的金属货币价值可以高估并流通（黄金成色大大低于100%的比例）。而到了1666年，英国引入了自由铸币制度，并开创了金银复本位，但由于存在“格雷欣”法则，1684年英国回到了金本位¹。自由铸币体制下劣货和良币不能同时流通。黄金天然就是货币，但金本位却是市场竞争与选择的结果。在1862-1878年期间，英国是世界上唯一一直实行金本位制的国家。而美国在1861年南北内战结束后到1878年的17年间一直中断黄金的兑换，美国国内货币处于“绿钞”时期。在这期间，1871-1873年德国采用了金本位、1873-1874年拉丁货币联盟采用金本位、1873-1876年斯堪的纳维亚联盟（丹麦、挪威和瑞典）以及荷兰采用金本位（弗里得曼和施瓦茨，1963）。可见，当时世界上除美国以外的主要大国均实施过金本位，金本位的范围在扩大。从当时美国的对外贸易情况来看，1861-1878年美国1/3以上的进口来自英国，1/2以上的货物出口到英国，英国是美国最重要的贸易伙伴²。正是由于金本位是市场长期竞争与选择的结果，美国主要的贸易伙伴都实行了金本位，美国在1985年颁布了《恢复铸币支付法案》³，并在1879年正式恢复了金本位。

金本位的目标是价格稳定，但从未达到理想状态。由于黄金具有外生性，虽然能够解决“宏观政策的不一致性”，限制货币当局运用相机货币政策影响本国以及共同价格水平

（Michael Bordo M. and Kydland, Finn, 1992），但这一最大的优点也是其缺陷所在（麦金农，1993）。只有黄金同其他所有商品蓝子的相对价格保持不变时，共同价格水平在长期中才能保持稳定（Barro, R., 1979）。但由于缺乏对冲黄金在供给面和需求面随机变化的机制，金本位易导致世界范围内流动性的突然收缩，导致短期以至中期内共同价格水平比固定汇率本位下更加剧烈的波动（Cooper, R. N., 1982）。历史上也不乏由于黄金产量变动带来物价水平剧烈波动的时期。1849年美国加州的淘金热引发了货币流动性的上升，并导致全球物价水平的上涨；1873-1896年世界没有发现金矿，带来了通货紧缩；19世纪后期由于南非和阿拉斯加又发现了金矿，引发了通货膨胀⁴。结果金本位下的价格波动并不是完全表现出物价—铸币流动机制所描述黄金流入国物价上涨，黄金流出国物价下跌的现象，而是出现了价格齐涨齐跌的现象。在需求层面上，由于越来越多的国家加入或恢复金本位，黄金货币性需求的增加给全球经济带来了通货膨胀的压力（Barsky, R. and Bradford De Long, J., 1991）。与此同时，

.....
¹ 关于这些内容详细的分析参见《蒙代尔经济学文集》第六卷的第一章“铸币的起源”和第二章“格雷欣法则在货币史上的运用和滥用”。

² *Historical Statistics*, 1960. 转载自弗里得曼和施瓦茨《美国货币史：1867-1960》，P64。

³ 该法案对于美国恢复金本位的作用的详细分析参见弗里得曼和施瓦茨《美国货币史：1867-1960》，P84。

⁴ 有关黄金与经济周期更详细的论述可以参见《蒙代尔经济学文集》第四卷第五章“金本位及其后果”。

由于一些重要的国家，如美国，采取卖出债券回收黄金的做法，导致物价水平并没有同步上升，传统的调节机制难以发挥作用。1879年美国仅持有世界黄金存量的5%，到19世纪末期上升到不足20%，而到了1913年12月，美国持有世界黄金储备量的26.6%，而英国只持有3.4%⁵。由于美国回收黄金的做法，使得美国的货币扩张具有黄金基础，总体上带来了美国经济中物价水平的上涨，1879-1914年美国批发物价指数上涨了40-50%，而国外物价水平则基本是下降的（弗里得曼和施瓦茨，1963）。

上述讨论表明，黄金供给和需求的随机冲击使得金本位下价格波动成为常态，而美国回收黄金的做法破坏了物价—铸币流动的理想机制。尽管如此，由于英国对双边自由贸易的承诺和伦敦发达的资本市场，金本位在促进世界经济一体化的发展上取得了一定的成功。金本位下的固定汇率使国际市场上贸易品价格与国内价格紧密结合（McCloskey, D. and Zecher, R.,1976）。值得注意的是，美国在1879年美国恢复金本位时，国际货币体系没有垄断者。美国恢复了当时主要贸易伙伴采用的金本位，一方面稳定了自己极具有竞争力的农产品等初级贸易品的国际贸易价格，另一方面加大国内债券的发行来为西部大开发和基础设施建设融资，并使用债券来回收黄金，扩展了货币发行的基础，在物价上涨的同时，促进了美国经济的增长，逐步使美国成为世界上最重要的经济体，成为金本位制下最大的受益者。按照当时的官方汇率计算，1913年美国经济产出水平是英国的2.9倍⁶。

（二）、美元本位向金本位的短暂恢复期：1914-1935

1914年第I次世界大战爆发后，欧洲国家为战争融资的要求脱离了金本位。在1914-1917年美国中立期间，参战国通过输出价值10亿美元的黄金，强制性卖出其公民的14亿美国债券，将本国公民持有对美国的短期贷款缩减了5亿美元，以及在美国金融市场上融资24亿美元，筹集到至少53亿美元来弥补参战的贸易逆差（Brown W.,1940）。与此相对应的是，1915年美国进入快速扩展期，交战国对军火、船舶和食品的紧急和大量需求，推动了美国制造业的快速发展。美国继续维持金本位，但黄金流入带来的货币扩张基础和强劲的外部需求使美国的物价水平快速上涨，1914-1920年批发物价指数几乎翻了一番。从康德拉基耶夫价格指数来看，1914年为116，而1918年上升到257，并维持到1920年，直到1921年的通货急速紧缩⁷。欧洲也由于战争对物质的需求，尽管黄金

⁵ 数据来源： *Banking and Monetary Statistics*, Board of the Federal Reserve System,1943,P544.

⁶ 数据转载自弗里得曼和施瓦茨《美国货币史：1867-1960》第三章下注3。

⁷ 这里的价格数据来自《蒙代尔经济学文集》第四卷第五章“金本位及其后果”，P78。而有关1921年的美国通货急速紧缩，除了由于在当时美联储没有对冲黄金的法定权力的背景下，美联储通过提高准备金率来防止物价上升的因素外（由1914年的约3%提高到1920年的约7%），其他的原因至今仍不清晰。

外流，但物价水平大幅度上升。1914年7月到1917年4月，英国的批发物价指数上涨了100%，法国上涨了150%，物价—铸币机制被打破；而同期美国的批发物价指数上涨了70%，90%的货币总量增长归因于高能货币，而87%的高能货币是由于黄金存量增加引起的（弗里得曼和施瓦茨，1963），尽管1914年成立了美联储，但并没有对冲黄金的法定权力，黄金流入直接带来了货币存量的增加和物价的快速上涨。

美国从1914年的约37亿美元的净债务国变为1919年底约37亿美元的净债权国，美国同时成为净资本输出国和净黄金流入国⁸，这一时期，其他货币以弹性汇率的形式与美元挂钩，是事实上的美元本位制。至此，美国依托金本位使美元的国际地位得到了逐步建立和巩固。如果那时正式提出这一体系，必然会刺伤大国（过曾经的大国）的爱国情绪或自尊，它们会强烈反对失去货币主权，反对美国主导的国际货币体系。英国相信自己应该发挥领导作用，法国却强烈嫉妒英国的傲慢自大⁹。在1924年德国为遏制战后恶性通货膨胀，在当时的各国中率先以黄金为基础建立其货币体系；英国为了恢复伦敦战前作为国际金融中心的地位，并保持持有英镑债券的食利阶层的利益，也于1925年以高估的英镑重新恢复金平价（麦迪森，2001）。凯恩斯认为英国重返金本位时英镑高估了10%¹⁰，为了保持外部金平价而实施的紧缩性货币政策导致了英国国内工业的大萧条。因此，从重返金本位到20世纪20年代末期，英国一直遭受汇率安排和国内货币政策自主权之间冲突的困扰（麦金农，1993）。

1922年之后，美国经济处于大萧条之前的景气时期，股票市场指数大幅度上升。美联储感受到由于黄金头寸和国际货币形式的变化，开始制定货币政策标准来取代金本位的自动调节机制。金本位实质是传统的产业循环存货周期理论，是一种顺周期的调节模式。1923年美联储的《第十个年度报告》提出需要设计另外一种标准来替代黄金储备比率作为货币政策的判断标准。美联储首次行使权力达到促进自由经济稳定发展、保持国际收支平衡以及防范或缓和金融危机发生的目的。从1923年开始，美联储正式开始用信贷或公开市场业务来对冲黄金的流动，减少货币存量的变动，以隔离国内经济形势与国际经济形势的变化，并防止股市投机性的冲击¹¹。当时美国大约持有世界黄金储备的50%，美国对冲黄金的做法使自由贸易下的物价—铸币机制彻底失灵。英国在1931年再

⁸ *Historical Statistics of United States, 1789-1945*, Bureau of Census, 1949, series M-1, P242.

⁹ 此语引自《蒙代尔经济学文集》第四卷第五章“金本位及其后果”，P79。

¹⁰ 当时的高估是相对于战前水平，参见 *Report of Committee on Finance and Industry, Great Britain, June, 1931*, P110-111.

¹¹ 具体的对冲方法和细节，可参见弗里得曼和施瓦茨《美国货币史：1867-1960》第6章有关黄金变动与黄金对冲的阐述。

也无法忍受进一步紧缩货币，以高利率来维持金平价。1931年9月，英镑区的法国和荷兰开始挤兑英镑，进一步促使英国政府很快放弃了金本位。因此，英镑重返金本位时的高估和美国更侧重于国内经济稳定的黄金对冲策略是英国再次脱离金本位的核心原因，而法国和荷兰挤兑英镑的行为只不过是压倒骆驼的最后一根稻草。**英国脱离金本位说明了当世界上最大的国家政策侧重于内部目标时，其他国家很难同时兼顾内外目标的均衡。**

1929年大萧条的爆发最终导致了美国50%以上的银行倒闭¹²，美国出现了黄金流出。1931年10月底美国黄金存量下降到1929年时的水平。为了缓和黄金流出带来的通货紧缩，美联储通过买入票据的形式来供给货币，但数量不足以弥补黄金流出的数量¹³。为了避免国内失业的进一步加剧，1930年美国出台了《斯穆特—霍利关税法案》，对3000多种进口商品征收高达60%的关税，欧洲各国也采取了报复性行为，“以邻为壑”的逆周期贸易政策盛行¹⁴，导致1932年全球贸易量不足1929年的50%。这一时期的货币政策既没有实现稳定国内经济的目标，也没有实现金本位下的外部平衡目标。

在1931年英国脱离金本位后，美国国内经济的持续萧条使美国无法通过提高利率来阻止黄金进一步流出，而法国等国家抛售美元挤兑黄金带来的黄金进一步流出的压力。由于联邦储备体系所发行的货币需要持有40%的黄金储备（另外60%可以是黄金或合规

¹² 至于大萧条的原因解释众多。主要有三种代表性的观点。第一种观点是：金本位下的货币紧缩是大萧条的重要原因（伯南克，1995）；第二种观点是：银行业过度涉及证券业造成股票价格过分上涨是导致1929年大萧条的一个主要原因，但仍有争议。G.Kaufman(1995)给出了Glass-Steagall（GS）法案通过的三个原因也从另外的角度给出了类似的理由：（1）通过分离商业银行与投资银行以恢复公众对商业银行的信心；（2）防止资金从“合法”的商业用途转向“投机”用途；（3）消除利益冲突和存在于商业银行与投资银行联姻中的自我交易。上述的第三个原因主要在于银行与企业之间的信息关系是一把双刃剑：一方面，银行对其贷款企业拥有信息可以更好地监督企业，有利于提高贷款回收的质量；另一方面，银行也可以利用自己的信息为绩效不好的企业发行证券以归还银行贷款。这也是Glass(1931)在美国参议院听证会上所说的“大银行机构，永不满足的贪婪，通过其没有法律限制的分支机构，向美国公众抛售数以十亿计的无价值证券”。Glass小组委员会听证会（1931）用的唯一例子是纽约的美国银行。事实上，许多研究显示了银行承销的证券业绩表现要远远好于投资银行所承销的证券业绩，这方面的经验研究概述参见G.J.Benston(1996)。有关混业经营和分业经营的金融系统的争议，更多可参见北京奥尔多投资研究中心（2002）。第三种观点是：货币存量的下降、限制股市投机带来的1929年股市暴跌、经济周期性因素以及金本位下价格的刚性传递机制都是大萧条的原因（弗里得曼和施瓦茨，1963）。

¹³ 弗里得曼和施瓦茨（1963），《美国货币史：1867-1960》第七章，P222-224。

¹⁴ “以邻为壑”的贸易政策是重商主义的产物。从16世纪到19世纪，在英格兰和欧洲大陆，当时人们习惯地认为，国际竞争就是“以邻为壑”。形成这种思想的主要原因是，19世纪前的经济增长是建立在缓慢的技术进步基础之上的，国内投资率按照今天的标准看是很低的。1700-1820年是一个英国通过“以邻为壑”战略逐步成为世界商业霸主的时期，而荷兰地位的下降与英国这种贸易政策紧密相关。更详细的阐述参见麦迪森（2001）。

票据），经济的不景气使得美联储缺乏足够的票据，“自由黄金”问题阻碍了通过大规模公开市场业务购买来投放货币量的可能，导致更多银行倒闭，直到1932年2月27日出台的Glass-Steagall法案扩大了合规票据的范围才得以缓解。这种状况一直持续到1933年3月6日美国总统罗斯福发布了银行业歇业期，禁止银行在歇业期从事黄金和外汇交易，美国开始退出金本位，开始了黄金“国有化”运动。美国的黄金“国有化”要求除了个人可以保留最高限额100美元的金币或其他金制品外，所有的黄金必须以每盎司20.67美元的卖给美国财政部，截止时间为1934年1月17日，当时的黄金市场价格接近每盎司33美元¹⁵。1934年2月1日在《托马斯修正案》（1933）和《黄金储备法》（1934）赋予的权力下，美元大幅度贬值，黄金价格由每盎司20.67美元上升到每盎司35美元，但在不到1年的时间里，美国又重新回到了金本位。

美元贬值后重新回到金本位，一次性、补偿性地提高了大萧条时期商品价格的下降，尤其是提高了农产品和原材料的价格，并稳定了美国货币和金融体系，同时美元贬值促进了美国出口，带来了黄金的流入和美元的输出。而对于其他国家来说，要么放弃原来的金本位，要么接受通货紧缩。结果是1933年1月到1934年9月，法国、瑞士、比利时、荷兰和意大利的货币升值了70%，而英镑升值了近50%（弗里得曼和施瓦茨，1963）。此外，由于欧洲战争的预期，尤其是犹太人大规模把资本转移到美国，英、法等欧洲国家的资本外流进一步强化了美国的“黄金购买计划”，黄金再次大规模流入美国。

与此同时，1933年5月的《托马斯修正案》使得美国从1933年12月开始了白银收购计划，白银“国有化”要求白银持有者以每盎司50.01美分的价格卖给美国铸币局。白银收购计划通过两个渠道为美国政府带来了大量的收益：一是价格差收益和实际购买力收益。1960年时白银的价格是1932年的3.7倍，而批发物价指数是1932年的2.7倍¹⁶；二是增加了货币发行，美国政府获取了大量的铸币税。美国政府发行了超过20亿美元的银元券。同时，白银收购计划使得美元流出，增加了美元供给。最后，白银收购计划是导致银本位制国家货币体系解体的重要原因。1935年11月，当时的中国被迫将流通中的白银国有化，实行法币改革，正式放弃了银本位，采用有管理的信用本位制（Tamagna, M., 1942）。

因此，美国的黄金和白银收购计划带来了美国货币权力的集中化，降低了黄金和白银金属货币在其他国家的货币体系中的地位，为后来美国从物本位过渡到信用本位创造了必要的条件。

¹⁵ 数据来源*Federal reserve Bulletin*,1934,P80。

¹⁶ 有关美国政府提高白银价格的分析，参见弗里得曼和施瓦茨（1963），《美国货币史：1867-1960》第8章。此处的分析和归纳引用了该章的内容。

（三）、金本位过渡到盯住美元本位制：1936-1944

黄金购买计划和美国重返金本位带来的美元稳定预期带来了黄金再次流入美国，对其他主要国家来说意味着国际收支赤字。为了弥补外部赤字，这些国家要求货币贬值。1936年，法国和瑞士依据美、英、法三方协议实施了货币贬值，到20世纪30年代末期，大多数黄金集团的成员国被迫放弃了金本位制。这一时期国际货币体系的运作方式是：美元与黄金之间按照固定汇率，自由买卖黄金，两者之间的汇率波动被维持在非常窄的幅度内，美国继续维持金本位制；绝大多数国家把货币与美元直接挂钩或通过英镑或其他某种储备货币与美元挂钩（蒙代尔，1994）¹⁷。这一体制是1914-1924年的盯住美元本位制的翻版。

1939年8月开始，由于欧洲战争的预期，英国及其盟国开始在美国订购战争所需物资，黄金再次流入美国。英国向美国输出了20亿美元的黄金，动用了2.35亿美元的美元外汇余额，3.35亿美元的美国证券。与一战期间类似，后两者中的很大一部分都是英国向国民征用的¹⁸。英国的黄金和外汇储备由1938年的超过40亿美元快速下降到1940年9月10亿美元左右。1941年3月《租借法案》生效（英国称为《互助协定》），到1941年末，流入美国的黄金高达40亿美元。与此同时，《租借法案》生效到二战结束，美国向其盟友总共支出或贷出了约500亿美元，英国及其他国家成为美国的债务国。为了获得美国战后的贷款，英国被迫放弃帝国特惠制并向美国开放市场，更为重要的是，英国被迫解冻其在1939年9月到1945年6月期间冻结的殖民地和其他英镑区国家在战时积累起来的价值140亿美元的英镑和外汇盈余。而且按照英国加入IMF的条款，英国不能对英镑实施贬值，英国的债务得以最大化，大英帝国分崩离析（赫德森，2008）。美元自然而然成为那时除黄金以外的几乎是唯一的国际货币。

30年代中后期黄金的大量流入，带来了货币的扩张，并降低了美国经济中的实际利率，刺激了投资和耐用品的购买，成功实现了美国经济自1933年以来的复苏，货币政策在经济复苏中的重要性得以体现（Romer,D.C.,1991）。

（四）、美元本位制（布雷顿森林体系）：1945-1970

1945年美国的GDP占世界的40%，拥有世界黄金储备的59%，1948年上升到72%，美国经济在全球经济中的地位达到了巅峰。1945年的布雷顿森林体系只不过是1936-1944年美元

¹⁷ 参见《蒙代尔经济学文集》第六卷第四章。

¹⁸ International Transactions of United States During the War,1940-1945,*Economics Series*, No.65, Office of Business Economics, Dept. of Commerce,1948,P112-115.转载自弗里得曼和施瓦茨（1963），《美国货币史：1867-1960》，P392。

本位制的自然演进和强化。这也不难理解为什么美国拒绝英国提出的单一世界货币的构想¹⁹。同时，由于其他国家大多处于对外赤字的状态²⁰，而且黄金分布的不均匀，美国通过出资不到30亿美元就获得了IMF27%和WB33%的具有一票否决权利的投票权。

战后欧洲的重建，导致大量美元流入欧洲。马歇尔计划的资金总数量达到了美国同期GDP的2%（沃尔克等，1992）。这一期间欧洲用获得的美元贷款购买美国产品，还引发了欧洲贸易条件变化的著名的俄林—凯恩斯之争。1945-1950年期间，美国年均贸易顺差达到35亿美元，到1950年美国实现了年出口总额100亿美元的预定目标（赫德森，2008）。

美国用美元供给和黄金流入使得美元与黄金之间可以维持固定的比价关系，而大量的美元供给使美元自然成为国际货币。美国使用黄金储备和美元供给两个工具完成了美元国际货币体系的构建。此时，美国是顺差国，美国依靠资本输出来为全球提供流动性，但自1950年朝鲜战争爆发后的长达十年的时间里，美国国际收支逆差一直持续地增加。1961年越南战争爆发，美国的对外赤字进一步增加。国外的军事支出是美国由顺差国变为逆差国的根本原因，这一结果与前两次世界大战欧洲国家由顺差国变为逆差国与出一辙。扩张性的货币和财政政策带来1960年美元开始大幅度的贬值，导致1960年10月末出现挤兑美元、争相抛售美元股票和抢购黄金的浪潮，伦敦市场上黄金的美元价格突破40美元。美国政府的扩张性政策带来的黄金美元价格大幅度上涨是导致布雷顿体系解体的原因之一（Salant,S.W. and Henderson W.D.,1978）。

为了维持美元金本位汇兑的两个基本条件之一的金价稳定，1961年美国使用20世纪40年代的黄金和白银收购计划带来的收益与英国、欧洲共同市场六国以及瑞士成立了黄金总汇，美国承担黄金销售的50%，其他8个国家承担另外的50%。由于当时市场上黄金的价格远高于官方平价，并由于美国继续实施扩张性的赤字政策，到1964年美国的官方短期负债首次超过了其黄金持有量。1967年6月法国退出黄金总汇，美国接手了其9%的比例，很快美国就发现难以维持59%的销售比例。为维持国际货币体系的流动性，1967年IMF的特别提款权（SDR，也称“纸黄金”）运用而生。

20世纪50年代，朝鲜战争爆发后，当时的美国政府冻结了中国存放在美国银行的资金，前苏联和东欧国家出于自己资金被美国冻结的担忧，这些国家的美元资金被转移到伦敦等欧

¹⁹ 历史惊人的相似，1860年英国断然拒绝了法国提出的构建世界单一货币的构想。有关为什么是White计划而不时Keynes计划，除了经济实力差距外，Boughton(2002)认为是White计划给予了货币政策纪律更高的优先权。

²⁰ 对于那时其他国家的赤字，美国认为不是出口国（美国）的错误，是其他国家过度消费造成的（赫德森，M，2008，P134）；对比今天的美国对外赤字，一些美国经济学家，如现任美联储主席Benake（2005）却认为是东亚的过度储蓄（Saving glut）造成的。

洲银行，欧洲美元市场产生并逐步扩大。1968年欧洲的美元市场规模达到128亿美元，美国的黄金储备只有100亿美元。那时美国已无力按照布雷顿体系森林体系规定的1盎司黄金35美元的价格来进行兑换，黄金储备和美元供给两个工具之间产生了明显“错配”。

与此同时，为了满足外部战争融资的需求和实现美国国内经济增长的双重目标，与对外部承诺的美元与黄金的固定兑换价格形成鲜明对照的是，1945-1968年美国货币发行中的黄金/通货比例由1928-1945年的40%下降至25%，并在1968年末期取消了黄金作为高能货币的作用，从此黄金不再作为高能货币，物本位彻底退出了现代金融体系。

黄金退出高能货币的核心原因在于美国货币增长速度和美国持有的黄金数量不匹配，工具不能满足目标，出现了著名的“特里芬”两难。“特里芬”两难只是布雷顿森林体系本身潜在存在的缺陷，在战争引起的美国采取扩张性货币政策与财政赤字政策的策略下暴露出来，并导致了该体系的崩溃²¹。

二、信用本位下的国际货币体系：1971年至今

（一）、纯粹美元本位制：1971-1973

1969年1月之后，美国外贸赤字，1970年赤字规模开始扩大，1970年1-2季度赤字规模达到120亿美元，美元被加速兑换成海外持有的黄金或其他货币，到了1971年美国黄金储备110亿美元，美国官方短期负债达到250亿美元。由于美国无力实现兑换黄金的承诺，1971年8月美国总统尼克松宣布实施黄金禁运，美元与黄金脱钩，浮动汇率开始运行。美元与黄金脱钩迫使欧洲要么持有美元，要么抛售美元承受美元贬值带来的成本，欧洲处于“两难”困境。1971年11月17日在史密森谈判的第1天，美国就要求日元重估并升值19.2%，马克升值6.9%，而美元则贬值8.25%。在讨价还价的过程中，日元被要求升值的幅度降低为17%，结果升值了16.9%²²。

“两难”困境的结果是1971年12月西方十国开始决定以美元而不是黄金为基础来重建固定汇率制，这就是“史密森体系”²³。但那时美国的宏观政策已发生了实质性转向，国内政策优先于国际收支政策，货币政策的持续扩张带来了低利率，而对于外部赤字采取了“善意忽视”的做法，采取一种被动的国际收支政策。仅1973年1季度，美国对外赤字高达103亿美

²¹ 其他还有些原因，如当时的盈余国日本和德国不原因本币升值来降低贸易顺差导致的货币危机（Krugman,1979）、美国在国际经济中的地位逐步下降等等。更多的内容参见 Eichengreen(1992)对“A Retrospective on the Bretton Woods System”（NBER conference)相关内容的评论。

²² 日本人认为17%是一个不吉利的数字，所以改为16.9%。参见《时运变迁》，沃尔克等（1992），P99。

²³ 该协议调整了美元价格，由原来的1盎司黄金35美元调整到38美元；调整了汇率波动范围，非储备货币对美元的波动允许幅度由布雷顿体系森林下的 $\pm 1\%$ 调整为 $\pm 2.25\%$ 。浮动区间的扩大主要是对法国提出的 $\pm 3\%$ 要求的一个让步（沃尔克等，1992）。

元，相当于1972年全年的数额，大约是当时美国黄金储备的50%。1973年2月开始，美元再次贬值到1盎司黄金=38美元。美元贬值使美国能够以贬值的美元来清偿外债，并改善其外部不平衡的双重目的。

1972年末，美国总统尼克松取消了第二阶段的工资和物价管制，并宣布从1974年起将取消美国资本对外流动的所有限制，美联储继续扩大货币供给，直接带来了美国从南北战争以来最快的通货膨胀。依据1968-1972年的物价和汇率计算，美国财政部欠全世界中央银行750亿美元的债务，以借入原始债务时的购买力计算，只需要不到400亿美元，以借入的金块计算，不到初始债务的1/5（赫德森，2008）。而到了1973年，美国的官方总负债已经达到其黄金储备的约7倍²⁴。1971年和1973年的美元贬值是美国试图消除60年代以来积累起来的不平衡状态，但结果并不理想。美元的贬值使得纯粹美元本位制的运行条件：要求储备货币国家美国严格遵守货币政策约束受到破坏，不可能再维持货币之间的信用关系，固定汇率制度解体。

（二）、浮动汇率体制：1973-1984

1973年10月爆发了第四次中东战争，阿拉伯成员国当年12月宣布收回其原油标价权，并将其基准原油价格从每桶约3美元提高到约10.7美元，引发了二战后最严重的全球经济危机，西方国家的经济开始进入“滞胀”期。到了1977-1978年的美元贬值，主要也是为了缓解美国再次出现的贸易赤字。但1978年底，伊朗政局发生了剧烈变化，石油产量骤降80%。油价在1979年开始暴涨，从每桶13美元猛增至34美元，导致了第二次石油危机。整个这一时期，美国经济基本与“滞胀”相伴。美元贬值带来的出口效应不足以吸收国际油价大幅度上升带来的冲击，美国国际收支的持续恶化。当时世界主要贸易国，如德国、日本在应对美国国际收支恶化时只有三种选择：一是输入通货膨胀；二是货币浮动并升值；三是继续增加美元储备。为了避免进口通货膨胀，马克开始升值，由1971年年初的1美元约3.64马克下降到1973年底的1美元约2.66马克。日元也开始升值，由1973年底再次升值到1美元280日元左右水平，并实行了浮动汇率制度。在没有替代品的背景下，德国和日本继续增加美元外汇储备。到1976年的牙买加协议，浮动汇率制度成为正式的多边协议，汇率传递成为检测和管理输入通货膨胀的核心手段。

从资金流动对国际货币体系的作用来看，石油输出国组织大量的贸易盈余重新回流到美国，由于黄金已不再是国际关键货币，因此，这种汇率制度下的美元回流实际上有

²⁴ IMF, International Financial Statistics.

助于维持美元国际货币体系。

整个20世纪70年代，美元贬值成为常态，是美国货币供给过度扩张的直接结果。而1978年的石油供给冲击带来了美国经济中的高通货膨胀。1978年10月，美元对主要西方货币的汇率跌至历史最低点，美元贬值引起了西方主要货币市场的动荡，这是浮动汇率制度以来的首次美元货币危机。1979年10月，美联储主席沃尔克宣布提高利率反通货膨胀，美元进入1980-1985年2月的长达5年的升值通道。美元升值消除了外围国家对美元危机的担忧，却是导致美国贸易平衡恶化的最基本的原因。考虑货币升值对国际贸易一般有两年的滞后期，1982-1987年美国贸易赤字上升了1230亿美元（杰夫莱·A·富兰克尔等，1994）。同时，在70年代后期，世界经济增长极发生了一定的变化，在国内资本市场不发达的背景下，拉美国家的经济增长所要求的融资使得这些国家累积了大量的美元债务，美元的升值也最终导致了1982年出现的拉美国家的美元债务危机。

（三）、干预美元时期：1985-1998

在经历了1981-1984年里根总统第一届任期内的非干预政策后，美国的汇率政策发生了变化。在1984年中期到1985年2月期间，美元又升值了20%，出现了“美元非理性的投机泡沫”（Krugman,1985; Marris,1985）。美元升值带来了美国经常账户迅速恶化，仅1984年美国外贸赤字达到1120亿美元。同时，前期治理通货膨胀的成果使得美国有了美元贬值的对外工具，外围国家，主要是德国和日本再一次屈服于美国的压力，在1985年9月的“广场协议”后开始了对美元的干预，提出了美元在短期内贬值10-12%的目标。实际干预于1985年10月底开始，美国动用了32亿美元，其他国家动用了50亿美元。后来意大利等国加入后，干预国家增加到10国，并增加了20亿美元的干预资金²⁵。广场协议宣布的当天，美元对其他主要货币的加权平均值就下跌了4%。到1988年末，美元对马克和日元分别贬值了约50%。**广场协议的重要特征是：没有对美国的货币政策和财政政策施加任何额外的约束，就达到了美元贬值的目标。**为了进一步稳定美元，1987年2月西方7国达成了卢浮宫协议，美国认为美元应该稳定在“现行水平上下”，卢浮宫协议采取了通过干预美元机制来对美元汇率实施定量约束：在狭窄的波动边界 $\pm 2.5\%$ 内可以自愿干预，在较宽的波动边界 $\pm 5\%$ 的范围内实施强制性国际协调政策。

80年代初中期治理通货膨胀的紧缩性货币政策和卢浮宫协议时美国不愿意美元进一步贬值而采取的紧缩性货币政策，导致了市场投资者担心美国经济的“硬着陆”，加

²⁵ *Economic Policy Review*, No.10, Winter, 1985-86, Federal Reserve Bank of New York.

上1987年10月14日美国公布的贸易赤字公告，美国财政部长贝克又一次希望最大的贸易伙伴国能够扩张他们国内的经济，比如当时威胁德国，美元要贬值²⁶。美元的贬值或威胁性的贬值成为这一时期美国自身不愿意实施紧缩性的财政政策来减少美国的财政和贸易赤字的重要工具。而出于对贸易赤字和美元贬值等多重因素担忧导致的1987年10月19日美国股市的崩溃，带来美元进一步贬值，美元贬值再一次成为这一时期国际性的问题。为了防止美元过度波动，1988年1月开始了大规模的顺周期干预外汇市场，支持美元(Dobson, W.,1991)。比如，1987-1988年期间，为了防止美元继续贬值，日本大藏省运用行政指导，鼓励日本公共机构投资者尽量多持有美元，日本政府希望投资者持有的美元数量多于在利润最大化方式下所持有的数量（杰夫莱·A·富兰克尔等，1994）。德国也在外汇市场上购入美元，这种干预使美元在1988-89年开始升值。1985年2月到1988年末，美元对日元和马克贬值了50%。与此同时，美国也在1990-91年基本实现了经常账户的平衡。

进入90年代，稳定或强势美元的预期是克林顿政府整个宏观经济策略的关键。美元升值有助于缓和通货膨胀。美元升值鼓励美联储维持低利率，从而有助于为推动十年经济增长的投资创造一个有利的环境。强势美元和投资驱动构成了90年代美国经济增长的两大支柱。这一时期美国对贸易赤字维持了“善意忽视”的态度，因为如果贸易赤字反映了高水平的生产性投资而不完全是低储蓄水平，那么它就不是问题——与贸易赤字相对应的外资流入支持了生产率的快速提高和经济的快速增长，而又使这些外债可以轻易地得到资金支持。如果贸易赤字和资本流入反映了在美国进行投资的吸引力，那么就没有什么可以担心的（布拉德福特·德龙，巴里·艾肯格林，2002）。美元从1994年初开始对日元升值，这种状况一直持续到1998年东南亚金融危机之前。1995年4月-1998年6月，美元对马克由1美元约1.38马克升值到1美元1.79马克；日元则开始大幅度贬值，由1美元约84日元上升到1美元约140日元。

与美国经常账户赤字不断加大相对应的是，新兴市场国家在美国需求的拉动下，也采取了投资促增长的方式，以美元记价的债务不断累计，强势美元带来的债务价值增加是诱发1994年的墨西哥金融危机和1997年的亚洲金融危机的重要原因。当然，外围工业

²⁶ 1986年的7国峰会上贝克反复引证新闻界的说法：正在进行的谈判使美元价值下降。贝克的用意是诱导主要贸易伙伴降低利率，实施扩张性的政策。早先的美国财长也曾强烈提出一个方针：“我们宁愿你们扩张你们的经济，因此，从我们这儿进口的更多，这是一个与所有的伙伴国经济增长相一致的、减少美国赤字的方法。但是假如你们不愿意那么做，那么，我担心我们被迫让美元更大幅度的贬值，在那样的情况下你们对我们的出口将下降”。引自费尔德斯坦主编的《20世纪80年代美国经济政策》，P266。

化国家的货币贬值导致了两个结果：一是缩减了那些将货币与美元挂钩的国家的出口市场，加剧了东南亚国家的外部不平衡；二是外国投资者把资金从日本转移到东南亚以满足东南亚国家通过美元负债来匹配高投资所需资金。在美元持续走强的背景下，货币“错配”带来的组合投资逆转最终引发了东南亚国家货币危机，资本流动成为引发国际货币体系动荡的核心因素。整个90年代，强势美元伴随着新兴市场频繁爆发的金融危机。

（四）、是布雷顿森林体系II，还是“中间范式”：1999年至今

1998年亚洲金融危机之后，美国继续了90年代的强势美元政策，外部不平衡程度进一步扩大；东南亚国家经常账户迅速摆脱了危机前短暂的赤字后，贸易盈余开始加速累积²⁷。强势美元政策带来的外部不平衡的加剧使美元在2002年后开始贬值，并由于投机性因素和2002-2007年全球经济的强劲增长带来的需求因素导致的石油等大宗商品价格的快速上涨，能源出口国也累积了大量的外汇储备。全球经济外部不平衡问题进一步加深，总体表现为如下特征：一是美元区的不平衡。美国的“双赤字”对应石油输出国的“双剩余”，美国的贸易赤字对应美元区（主要是亚洲）的贸易盈余；二是欧元区整体基本平衡，但欧元区内部不平衡，表现为德国的贸易盈余对应意大利、西班牙等国的贸易赤字。因此，全球不平衡主要是美元区的不平衡。正是由于这一点，Dooley, Folkerts-Landau, and Garbe（2003,2004a,2004b,2004c）提出了全球不平衡的DFG模型——布雷顿森林体系II。其基本含义是：新兴发展中外围国家（主要是亚洲国家）采取币值低估并盯住美元实施出口导向型的发展战略以促进增长和就业，并通过吸收FDI来提高资源配置效率，同时使用美元储备来干预外汇市场维持币值低估；中心国家（美国）使用外围国家大量的美元储备来低成本融资，同时从FDI的高回报率中获取收益，并享受来自外围国家价格低廉的消费品。DFG模型认为这一体系中资金是从发展中国家流向发达国家（即存在Lucas之谜），并符合美国和亚洲（尤其是中国）的利益。因此，尽管受到金融危机的冲击，这一体系也将继续运作（Folkerts-Landau, and Garbe, 2009）。

1999年之后的国际货币体系是一个硬币的正反面：一方面亚洲出口导向型的发展战略进入了快速发展期限，呈现出高储蓄、高投资和相对低消费的发展模式，并累积了大量的外汇储备；另一方面，90年代后期以来，美国经济进入了由90年代的投资主导转向消费主导的经济增长模式，融资更多是为了消费而不是投资（Summers,2006）。2001年期间的Dot-Com泡

²⁷ 比如，韩国、泰国和马来西亚危机前1年贸易余额/GDP分别为-4.14%-7.89%-5.84%，而危机后5年这些国家的年均贸易顺差/GDP分别达到4.42%、7.73%和10.71%。数据来源：依据IMF, WEO Database(2008)的数据计算。

沫和2003年之后的房地产泡沫带来的财富效应是导致私人部门储蓄的下降和支撑私人财务杠杆的上升的重要原因²⁸，美国经济进入了融资消费主导型的增长模式。

另一方面，1999年欧元的诞生，使得国际货币体系中的汇率“两分法”——“硬”盯住（如欧洲单一货币区或联系汇率制）和浮动汇率变得流行（IMF,1999），但2002年阿根廷的货币局制度导致的比索危机暴露了这种“两分法”的缺陷。出于对汇率贬值会带来进口通货膨胀以及外币债务价值的增加，或出于对本币升值带来的出口竞争力的下降等原因，各国管理当局“害怕浮动”（Calvo, G. and Reinhart, C.,2002）。“两分法”折衷后的中间汇率范式

（Intermediate Exchange Rate Regimes）开始流行：使用美元或欧元的外围国家采用了有管理的、明确的区间的浮动汇率制。从具体的汇率制度安排来看，1997年全球硬盯住、中间范式和浮动汇率的比例分别为18.48%、52.72%和28.80%，而到了2004年各自比例为25.67%、45.45%和28.88%；从发展中国家来说，1997年硬盯住、中间范式和浮动汇率的比例分别为22.66%、50.78%和26.56%，而到了2004年各自比例为23.66%、54.20%和22.14%（Eichengreen Barry and Raul Razo-Garcia,2004）。发展中国家采用浮动汇率的比例下降，而采用中间范式的比例在上升。而近十年的事实证明采用中间汇率范式的国家取得了较好的经济增长业绩（Ghosh.R.Atish and Ostry D.Jonathan,2009）。因此，从具体汇率制度来看，“中间范式”占据了主导地位，而不是完全的布雷顿森林体系II²⁹。

从1997-98年的亚洲金融危机之后，为了避免重复过去货币贬值预期带来的跨境投资组合逆转以及组合投资逆转带来的货币贬值导致的高通货膨胀风险相关国家出现了累积外汇储备的行为。或出于央行承诺机制以防止货币贬值的自我保险行为(Matthieu Bussière, and Christian Mulder,B.,1999)，或出于外汇交易的预防性需求的动机（Joshua Aizenman, Jaewoo Lee,2005），或出于刺激经济增长的重商主义的贸易动机（Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter Garber. 2003）等原因，外汇储备的累积提供了防止汇率波动的干预和缓冲

²⁸ 有关 Dot-Com 泡沫带来的经常账户和财政赤字关系的讨论，可参见 Kraay Arat and Ventura Jaume(2005).

²⁹ 这一体系与布雷顿森林体系下的盯住美元制有相似之处，但也存在众多争议。如Eichengreen（2004）认为这一体系没有包括欧元区，欧元已成为重要的国际储备货币，而非仅仅美元是唯一的国际储备货币。

Thomas I. Palley(2006)认为现有体系与布雷顿森林体系有三点不同：一是现有的不平衡是采用低估汇率的出口导向型战略所致，布雷顿体系是为了限制“以邻为壑”的竞争性贬值策略，马克低估但英镑高估，而且有正式的条款允许对结构性失衡调整进行贬值；二是跨国公司是美国外部不平衡形成的载体，跨国公司在亚洲（尤其是中国）生产的产品回销美国，这与19世纪50-60年代不同，美国企业在欧洲建厂，并在欧洲销售产品；三是60年代美国经济外部赤字是高就业、高工资、制造业高发展所致，而目前的外部赤字则是债券融资消费所导致的，进口也是侵蚀了美国制造业的生产能力。此外，还有相当多学者提出了不同的看法，如Robbini

机制 (Aizenman, J. and Marion, N., 2003)。随着外汇储备的不断增加, 央行面临着与危机时货币贬值截然相反的担忧: 不是担心货币贬值带来的资本外流和汇率传递带来的输入型通货膨胀, 而是担忧货币升值带来的出口产品竞争力的下降和央行资产负债表的恶化。

货币升值无疑会降低亚洲国家的出口产品的竞争力。一方面是随着国内贸易产业链的不断完善, 一般贸易品在总贸易品中的比例不断上升, 汇率升值将显著降低贸易品在国际市场上的竞争力 (Marquez and Schindler, 2007; Cheung, Yin-Wong, M. Chinn, and E. Fujii, 2007); 另一方面, 汇率升值对劳动密集性的制造品出口有显著的负面影响 (Thorbecke W., and Hanjiang Zhang, 2008)。在目前的全球经济分工格局下, 亚洲国家依然会延续出口导向型发展战略, 维持外部市场的需求对于这些国家促增长至关重要。亚洲单个国家的货币“害怕浮动”是理性选择, 而且整体盯住美元对于促进亚洲的美元区的贸易发展是有利的 (Mckinnon R., and Schnabl, G., 2004)。随着亚洲美元外汇储备的不断增加, 那么本国货币升值的另外一个担忧是央行资产负债表的恶化。本币升值将导致外币资产本币价值的缩水, 通过估值效应来恶化央行的资产负债表³⁰, 降低外汇实际持有者的本币价值。政府或通过增加税收或降低支出来弥补估值效应带来的资本损失, 央行也可以通过承担通货膨胀风险发行货币来弥补这一资本损失。一项研究表明, 按照 2003 年的外汇储备数量计算, 美元贬值 10% 或本币升值 10%, 新加坡的央行资产负债表上的资本损失高达其当年 GDP 的 10%, 中国和韩国的资本损失也将达到当年 GDP 的约 3% (Matthew H. and Thomas K., 2004)。另一项研究则表明新兴经济体也存在显著的估值效应 (Lane, Philip and Gian, Maria, Milesi-Ferretti, 2004)。可见, 本币升值带来的估值效应已成为拥有大量美元外汇储备的亚洲国家的一个不可忽视的重要问题。估值效应和出口导向型的发展战略两者共同导致了部分亚洲国家的央行开始对外汇市场实施了不对称干预。Ramachandran M., and Srinivasan, N (2007) 首次揭示了印度央行对于外汇市场的非对称干预; Srinivasan, N., Mahambare, V., and Ramachandran M (2009) 的研究进一步确认了印度央行的这种“害怕升值”的非对称偏好。而 Pontines, V., and Rajan, S. R (2008) 研究了印度、韩国、菲律宾、新加坡和泰国的央行行为, 也发现了这种“害怕升值”的非对称干预偏好。这些研究表明了相比 1997-98 亚洲金融危机前后国家央行干预行为的急剧变化——从“害怕浮动”具体演变为: 从“害怕贬值”走向“害怕升值”。“中间范式”而不是布雷顿体系 II 更多地反映了当前的国际货币体系的现状。

三、对国际货币体系演变路径的讨论

³⁰ 在特定的时点, 给定国际投资的资产、负债结构和规模, 考虑到不同货币的资产收益率后, 由汇率变化导致的国际净投资头寸的变化被称为估值效应 (valuation effects)。

（一）、物本位下的国际货币体系演变的逻辑

美国1879年加入金本位最重要的原因是美国主要的贸易伙伴都采用了金本位，美国需要稳定美国贸易品的国际价格，以发挥具有优势的农产品等竞争优势。两次世界大战的冲击使得整个欧洲的黄金大量流入美国，欧洲已无力实行物本位，英镑基本退出了国际货币体系。而1933年开始的美国黄金“国有化”计划和1933年的《托马斯修正案》赋予美国政府购买黄金和白银的权力和计划加速了除美国以外的国家物本位货币体系的解体。如果说战争是偶然因素的冲击，那么美国的除他国的物本位战略的成功则是美国人行动的结果。到1945年时美国基本是世界黄金储备的垄断者，凭借这一条件，在全球经济和贸易需要价格名义锚，以避免大萧条时期“以邻为壑”的竞争性货币贬值带来的负面作用和提供国际交易流动性时，美国通过美元与黄金的挂钩，其他国家货币盯美元的办法使美元成为几乎是唯一的国际货币。

二战后的欧洲重建计划使美元大量流入欧洲，“冷战”时期欧洲美元市场的诞生，加上美国对欧洲债务偿还的压力，甚至从德国军事撤军的威胁等工具来主宰国际货币体系，美元国际货币体系得到进一步强化。但60年代的美国开始的海外战争带来的大量的财政赤字，美国开始由60年代之前的债权国向债务国转变，当美国的官方债务（尤其是短期负债）超过美国的黄金储备时，动摇了外国人对美国美元与黄金官方承诺的汇价，最终在70年代初期美国放弃了黄金作为高能货币、甚至是储备货币的作用，物本位退出现代国际货币体系。这一时期国际货币体系从金本位到美元本位的固定汇率制，再到美国放弃美元与黄金的固定汇价，国际货币体系的剧烈变化均与战争有关。其次，国际体系发生剧烈变化都来自当时的中心国家的直接参与，是当时的中心国家行动的结果。一战时，英国虽然是中心国家，但美国已经成为世界上经济最发达的国家，在英国和欧洲主要国家退出、重返与再退出金本位的过程中，美国一直坚持金本位到1933年。二战后，美国在全球经济的地位达到高峰，主宰了国际货币体系。整个60年代，美国是中心国家，德国和日本是代表性的外围国家，但由于美国卷入了战争带来了大量的赤字，瓦解了外围国家对美元和黄金之间汇价的官方承诺，国际货币体系迅速向信用本位的转变是中心国家美国自己行动所导致的。

（二）、美元信用本位下的国际货币体系演变的逻辑

在物本位走向信用本位的过程中，美元成为国际信用货币。原因有两点：一是“惯性”。在美国退出物本位时，外围国家持有大量的美元资产，而且过去也一直是使用美元作为主要

的国际储备货币，美元自然成为国际信用货币；二是在黄金退出现代金融体系时，没有替代品产生。在美元成为国际信用货币后，1973年的“伊朗革命”、1978年的中东第四次战争带来的两次石油冲击和美国70年代扩张性的货币政策，导致了美国经济的高通货膨胀，迫使美联储在70年代末期和80年代初期实施紧缩性的货币政策，美元的大幅度升值，一直持续到1985年2月。美元升值恶化了美国的经常账户，1986年美国经常账户赤字/GDP达到3.87%这一历史高点。从70年代中后期开始为减缓美国外部经济的不平衡，美国使用美元贬值来威胁外围国家（主要是德国和日本）实施扩张性经济政策和开放更大的市场³¹。一直到1985年的“广场协议”和“卢浮宫协议”美元达到了贬值并基本稳定的局面。到1991年美国基本实现了经常账户外部平衡。整个70-90年代世界主要工业化国家在经济周期进程中面临的内外部目标的冲突构成了这一时期工业化国家之间货币博弈的出发点，形成以美国中心，德、日为外围国家的货币博弈圈。当美国国内不存在通货膨胀时，美元威胁贬值或贬值是美国对外经济政策的重要部分，成为美国主宰国际货币体系的工具。

随着网络等新经济的产生，美国经济也步入了Dot-Com泡沫时期，并紧接着进入了房地产泡沫时期，财富效应使美国私人部门不断增加私人财务杠杆来消费，而不是投资，形成了以消费为主导的经济增长模式，另一方面，亚洲新兴经济增长体（尤其是中国）劳动生产率的提高和低劳动成本的优势，进一步推动了美国经济的“去工业化”和“外包”服务的发展，全球分工格局使得中国和亚洲部分国家成为中心国家外部不平衡的外围国家。美国和亚洲国家的外部不平衡问题就成为当前国际货币体系面临的核心问题。在当前经济有不景气走向复苏不确定的进程中，由于美国不愿意对自身的财政政策和货币政策实施约束，那么促使外围国家货币升值和“逆周期”贸易政策成为2008年金融危机以来美国试图增加国内就业和调整外部不平衡的两个基本工具。促使外围国家货币升值，尤其是中国的人民币升值是1985年“广场协议”的翻版，而“逆周期”的贸易政策只不过是“大萧条”时期的“小号版”。

（三）、当前国际货币体系的可持续性讨论

1、目前的美元体系本身不具备大变革的内在动力

从物本位向信用本位发生巨变的历史进程表明，当时最重要的国家一旦卷入战争，国际货币体系会发生巨变；当中心国家完全实施以自我为中心的财政和货币政策，国际

³¹ 有关美国在二战时美国用从德国撤军威胁德国及时偿还债务的历史事例参见赫德森（2008），廖子光（2008）；在70年代使用美元贬值威胁德国和日本实施扩张性政策的历史参见杰夫莱·A·富兰克尔等（1994）。

货币体系也会发生巨变（物本位向信用本位的转变），但这一历史性的经验目前已经发生了变异。在80年代初期和90年代中后期多发的新兴市场金融危机，不论是债务问题导致的（80年代初拉美国国家债务危机），还是国际组合投资逆转带来的（90年代中后期的东南亚货币危机），都没有带来现有的美元国际货币体系的瓦解。根本原因有三点：其一，大国总是拒绝国际货币体系改革以免丧失国际货币的垄断权（蒙代尔，1994），并总能在实践中通过修修补补来维持现有体系，如增加SDR来增加国际流动性；通过债务减免或债务延期安排等措施来缓解债务危机；有限提高全球经济新兴增长极在IMF中的话语权；等等。其二，国际货币体系千年史表明，政府总是不愿意看到国际货币关系的剧烈变化带来的不确定性冲击（Eichengreen, B. and Sussman, N., 2000），换言之，人们对国际货币体系的使用具有惯性。其三，当前国际货币体系作为美元体系，当美元走强时，外围国家没有改革国际货币体系的兴趣。首先，美元走强降低了外围国家美元计价的贸易品价格，提高了外围国家产品出口的竞争力；其次，当外围国际累积的外汇储备越来越多时，美元贬值带来的央行资产负债表上的美元资产损失可能是巨大的³²，这已经成为减缓国际货币体系巨变的重要因素。再次，美元走强也符合美国继续维持国际货币体系的长期战略。当美元走弱时，美国没有足够的筹码来减少国际货币体系改革的成本。首先，美元走弱降低了美国外债的美元价值，估值效应使得不需要原来数量的资本流入就能够维持外贸账户赤字的可持续性³³；其次，美元走弱本身也有利于调整美国经常账户的不平衡。而从外围国家来说，由于大多贸易以美元计价，弱势美元有助于提高外围国家之间的贸易增长（Goldberg and Tille, 2008）。总体上，从美元对其他货币币值的走势来看，永远也不存在国际货币体系改革的最佳时间。因此，即使是美国不愿意对自身的财政赤字政策施加约束，由于国际分工的刚性和现有格局下带来的不平衡的结果的惯性，以美元为主导的国际货币体系本身也不可能发生巨变。

在上述判断下，尽管存在众多的认为目前的外部不平衡是不可持续的观点，例如，外部融资假说论。认为美国无法持续为大规模的经常账户赤字融资，该体系所暴露出来的美元体系与个体国家金融利益之间存在不一致性，亚洲国家无法长期承受美元贬值带来的资产损失，该体系即将崩溃（Eichengreen 2004）；美国国内信贷融资假说论。当美国家庭财务结构不

³² 一项研究表明，亚洲部分国家和地区美元贬值对央行资产负债表的恶化是巨大的。如美元贬值10%，带来的资产损失高达GDP的3-10%（Higgins Matthew and Klitgaard Thomas, 2004.）。

³³ 比如，2002-2006年美国经常账户累计的赤字高达32050亿美元，但对应的净国际投资头寸的变化只有6200亿美元，汇率变化占了6180亿美元，资产价格变化和其他资本所得占了19670亿美元。资料来源：Bureau of Economic Analysis.

允许其通过银行信贷进一步消费时，国际借贷成为软约束，国内借贷成为硬约束。居民国内借贷下降带来的消费下降迫使居民降低边际和自愿性消费，使得亚洲的向美国银行的国际信贷变得多余，该体系难以进一步维持（Palley,2006）；外围国家维持该体系的高成本论。除了储备损失外，尤其是中国为了稳定资本流入以及资本流入带来的对国内货币政策冲击的高成本将会是中国放弃低估的汇率体系(Goldstein and Lardy 2005)，等等。这些研究分别从美国国内和国际两个渠道来论证美国外部不平衡融资的不可持续性，反映了维持目前国际货币体系存在的一些问题。但这些问题尚不足以导致国际货币体系的巨变。首先，从技术上说，外围国家不可能长期坐等美元的贬值带来的资产损失，而在战略上，美元持续贬值也不符合美国的维持并加大主导现有国际货币体系的战略。其次，美国国内居民的储蓄也会有缓慢上升，而且随着大量的外汇储备通过国家主权财富基金的途径实施区域化和本地化的投资倾向，会在一定程度上减缓流入美国的压力；再次，“中间范式”目前运作良好。因此，上述认为美国外部不平衡的问题均是在技术上可以缓解或克服的问题，不足以构成国际货币体系巨变的动因。

另一方面，在过去20年，通货膨胀不是美国、欧洲和日本的主要问题，西方主要发达国家，尤其是美国经历了80年代后期以来二十年的“大缓和”，汇率大幅度的变动反映的是实际汇率的变化，因此，货币因素可能不是国际不平衡调整的关键变量。与此同时，由于外围国家经常账户管理的“惯性”和“害怕浮动”的动机以及过去十多年以来采用“中间范式”汇率制度带来的良好经济业绩，使得该体系将会在调整中延续，但由于新兴经济体经济增长速度和贸易的不断扩展，国际货币体系会发生渐进性的变化。

2、美元货币体系持续的竞争性约束

(1) 欧元

1970年Werner报告提出了欧洲经济共同体（EEC）的货币联盟主张，但这一目标因为70年代早期的货币混乱和“蛇形”汇率浮动制度（是欧洲货币制度（EMS）的前身）的崩溃，在1976年被迫放弃。在1979年为建立一个稳定的汇率区域创建了EMS，在1987-1992年期间取得了一定的成功，但1992年的英镑危机（也称为欧洲货币危机）导致英国和意大利退出了EMS。但那些历史上曾经发生过严重通货膨胀和汇率动荡，并且似乎最有希望从货币联盟中获得长期收益的国家更为坚持这一目标（麦迪森，2001）。1989年的Delors报告再次提出了货币联盟计划，1991年欧共体采纳这一计划，并在1993年的欧

盟Maastricht条约批准了这一建议，并在1997年通过了欧盟《稳定与增长公约》。1999年1月1日欧元诞生，并在2002年1月1日开始，欧元全面取代欧盟各国货币成为欧洲统一货币³⁴。

欧元已在一定程度上成为美元的替代品，这一点可以从全球分工格局的变迁得到佐证。80年代形成的美国金融和创新中心，德日制造业中心以及外围国家的分工体系已经发生了变化。以是否不断干预外汇市场为划分标准，当今的世界经济中，中心国家是美元，另一个“准中心”是依托欧元区的德国，经过接近20年的经济不景气的日本已经是外围国家。从国际储备构成来看，在欧元成为欧盟各国统一货币后的2年时间里，2003年底欧元占各国国际储备货币的20%，美元占70%，英镑、日元等仅占不到10%（BIS，2004）。欧元作为美元替代品的在2008年金融危机之后得到了提高，2009年二季度，美元在全球货币储备中的比重降至十年以来最低水平的62.8%，而欧元所占比重则创下历史新高的27%（IMF，2009）。

从欧元对美元的走势来看，2002年以来基本处于升值态势，相比2002年1月1日，2009年11月1日，欧元对美元总计升值了68.8%。欧元的强势与欧洲统一的货币政策和财政纪律紧密关联。首先，欧洲中央银行自成立起就确定了2%的明确通货膨胀目标制；其次，欧洲各国只有独立的财政政策，但要受1997的《稳定与增长公约》的约束。后经过2005年的重新讨论，公共赤字占GDP的比重不得突破3%的上限和公共债务占GDP的比例不能超过60%等基本原则在新改革方案中依然延续，以防止各国财政政策的“外在化”的负效应。因此，在宏观政策制定上，欧洲远没有美国经济政策的相机抉择性。明确的通货膨胀目标制和严格的财政纪律是确保欧元长期稳定的基础，也是欧元成为国际储备货币必备条件。强势的欧元一方面使欧元国际交易和储备上取得了20%以上的份额，但对于欧洲经济的出口来说无疑也不利的。不能是从贸易格局还是从金融格局来看，欧元未来数年中也不可能成为与美元同等重要的国际货币。即使是全球业务的50%以美元计价，40%以欧元区计价，10%以其他小货币计价也需要较长的时间（McCauley,R.N.,1997）。尽管欧元的诞生侵蚀了美元交易的国际市场份额，但美元依靠比欧洲更发达的金融市场，依然是国际储备中的主导货币（Galati G., and Wooldridge .P.,2009）。

（2）、外围国家的区域货币

货币区域化无疑会降低美元在国际交易和投资中的比例，但从近些年的发展来看，尽

³⁴ 有关欧洲金融一体化和欧洲货币体系的变迁更详细的讨论，参见金德尔伯格（1993）《西欧金融史》第2版。

管全球出现了众多的货币区域化或最佳货币区的实践，导致了美元在国际交易和投资中比例出现了一定程度的下降，但除了欧元外，其他货币在全球交易和投资中的比例只有10%左右。区域性的货币，如海湾地区的“湾元”、亚洲区域的“亚元”等等，尚处于构想和设计的初始阶段，难以对现有国际货币体系产生冲击。

3、国际投资者的行动有待观察

国家主权财富基金稳定了现有体系，在国外私人对美国金融资产净购买呈现下降趋势时，国家主权财富基金对美国金融资产的购买增加了（Higgins Matthew and Klitgaard Thomas,2004）。

四、简要结论

1979年以来的国际货币体系演变简史表明：

1、国际货币体系的演变是人之行动而非人之设计之结果。从金本位至今，美国把握住了国际货币体系发展的趋势，采取了一系列行动使国际货币体系朝着美元信用货币体系演变，并极力维持这一货币体系。国际货币体系演变简史也表明最重要的国家一旦卷入战争，或中心国家长期实施以自我为中心的财政和货币政策，国际货币体系才会发生大变革。外围国家的金融危机不会对美元国际货币体系的持续性产生影响，而中心国家美国的金融危机只会对美元货币体系产生冲击，也不会影响美元货币体系的持续性。金本位是市场竞争的结果，而美元国际货币体系也是市场共同选择的结果。在这个意义上，当前的国际货币体系应该是正常的国际货币体系。

2、美元是美国的，问题是世界的。浮动汇率制度以来的美元经济周期确实是全球经济面临的重要问题。尽管美元国际货币体系持续性面临的最重要的竞争是欧元的替代性，其他区域性货币体系的构想与建设（包括货币互换），但新兴市场的高增长在美元惯性的作用下，没有可见的能够引起国际货币体系发生重大变革的因素。

3、没有明确的巨变动因不等于不行动。明确外围与中心变迁是把握国际货币体系变迁的基本逻辑。从经济总量和未来的增长模式看，中国已经成为最重要的外围国家，这与60-90年代形成的美国是中心，德国和日本是最主要的外围国家相比，已经发生了巨大变化。目前全球经济与金融格局是以美国为中心，德国依托欧元区是一个“准中心”，日本已成为外围经济体。中国的对外经济与经济战略应该是在货币上盯住美元，在贸易

上进一步强化与欧洲的关系，维持与日本经济的贸易关系，依托东南亚“10+1”自由贸易区和盯住美元双重支柱来推进人民币区域化战略，实现区域内人民币对美元的逐步替代，来逐步使人民币国际化。

参考文献：

- 北京奥尔多投资研究中心主编，2002，《金融系统演变考》，中国财政经济出版社。
- 伯南克·B.S.，1995，《萧条的宏观经济学：一个比较分析》，载伯南克著《大萧条》第一章，中译本，东北财经大学出版社，2007年4月第1版。
- 布拉德福特·德龙，巴里·艾肯格林，2002，《国际金融和新兴市场危机》载《20世纪90年代美国经济政策》第4章，杰弗里·弗兰克尔等主编，中信出版社，2004年7月第1版。
- C·弗雷德·伯格斯坦，《美国新的对外政策》载《美国与世界经济：未来十年美国的对外经济政策》第1章，C·弗雷德·伯格斯坦主编，经济科学出版社，2005年9月第1版。
- 多米尼克·萨尔瓦多等，《欧元、美元和国际货币体系》，复旦大学出版社，2007年4月第1版。
- 赫德森·M，2008，《金融帝国：美国金融霸权的来源和基础》，中译本，中央编译出版社，2008年8月第1版。
- 杰夫莱·A·富兰克尔等，1994，《汇率政策》载《20世纪80年代美国经济政策》第5章，马丁·费尔德斯坦主编，经济科学出版社，2000年5月第1版。
- 金德尔伯格·P·查尔斯，1993，《西欧金融史》第2版，中译本，中国金融出版社，2007年2月第2版。
- 廖子光，2008，《金融战争：中国如何突破美元霸权》，中译本，中央编译出版社，2008年4月第1版。
- 麦迪森·A.，2001，《世界经济千年史》，中译本，北京大学出版社，2003年11月第1版。
- 麦金农·R，《博弈规则：国际货币与规则》（麦金农经济学文集第四卷），中国金融出版社，2006年10月第1版。
- 蒙代尔·R，《国际货币：过去、现在和未来》（蒙代尔经济学文集第六卷），中国金融出版社，2003年10月第1版。
- 米尔顿·弗里得曼，安娜·J·施瓦茨，1971，《美国货币史：1967-1960》，中文版（巴曙松等译），北京大学出版社，2009年1月第1版。
- 沃尔克·B，行天丰雄，1992，《时运变迁：国际货币对美国领导地位的挑战》，中译本，中国金融出版社，1996年第1版。
- Aizenman,J. and Marion,N.,2003, The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going On?, *Journal of Japanese and International Economics*,17,370-400.
- Barro,Robert,J.,1979,“Money and the Price Level Under the Gold Standard”, *Economic Journal*, No.89,13-33.
- Barsky,R.J., and Bradford De Long,J.,1991,“Forecasting Pre-World War I Inflation: The Fisher Effect and the Gold Standard”, *Quarterly Journal of Economics*, 106,P815-836.
- Bernanke, Ben, 2005, “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond: Virginia(March 10).
- Bordo Michael and Kydland Finn E.,1992,“The Gold Standard as ‘Rule’”, *NBER Working Paper*, No.3367.
- Boughton M. James,2002, “Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System”, *IMF Working Paper*,No.52.
- Brown W.A.Jr,1940,“The International Gold Standard Reinterpreted:1914-1934”, NBER Books, National

Bureau of Economic Research, Inc, number brow40-1.

Calvo, G. and Reinhart, C., 2002, "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, 117, 379-408.

Cheung, Yin-Wong, M. Chinn, and E. Fujii, 2007, "China's Current Account and Exchange Rate", in R. Feenstra and Shang-Jin Wei (eds), *China's Growing Role in World Trade*. Chicago: University of Chicago Press.

Cooper, Richard N., 1982, "The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects", *Brooking Papers on Economic Activity*, No1, 1-45.

Dobson, Wendy, 1991, "Economic Policy Coordination: Requiem or Prologue?" Washington, DC, Institute for International Economics.

Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau and Peter Garber, 2003, "An Essay on the Revived Bretton Woods System", *NBER Working Paper* 9971 (September). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

-----, 2004a, "The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates Center Countries", *NBER Working Paper* 10332 (March). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

-----, 2004b, "Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery." *NBER Working Paper* 10626 (July). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

-----, 2004c, "The US Current Account Deficit and Economic Development Collateral for a Total Return Swap." *NBER Working Paper* 10727 (August). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

-----, 2009, "Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System", *NBER Working Paper* 14731.

Eichengreen, B., 1992, "Three Perspectives on the Bretton Woods System", *NBER Working Paper*, No. 4141.

-----, 2004, "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods", *NBER Working Paper* 10497.

-----, 2009, "Out of the Box Thoughts about the International Financial Architecture", *IMF Working Paper* 09/116.

Eichengreen, B. and Sussman, N., 2000, "The International Monetary System in the (very) Long Run", *IMF Working Paper*, No. 43.

Eichengreen Barry and Raul Razo-Garcia, 2004, "International Monetary in the last and Next 20 Years", *Economic Policy*, July, 393-442.

European Central Bank ECB 2008: Review of the International Role of the Euro, Frankfurt.

Feldstein, Martin, 2008, "Resolving the Global Imbalance: The Dollar and the U.S. Saving Rate", *Journal of Economic Perspectives* 22, 3, 113-125.

Galati, Gabriele and Wooldridge, Philip, 2006, "The Euro as a Reserve Currency: a Challenge to the Pre-eminence of the US Dollar?" *BIS Working Paper* 218.

-----, 2009, "The Euro as Reserve Currency: the Challenge to the Pre-eminence of the US Dollar", *International Journal of Finance & Economics*, 14, 1-23.

George G. Kaufman (eds), 1995, "Research in Financial Services", Greenwich: JAI Press.

George J. Benston, 1996, "The origins of and justification for the Glass-Steagall Act", in A. Saunders and I. Walter (eds), *Universal banking: financial system design reconsidered*, Chicago, Irwin, pp 31-69.

Ghosh, R. Atish and Ostry, D. Jonathan, 2009, "Choosing an Exchange Rate Regime", *Finance and Development*, December, 38-40.

Goldberg Linda S. and Tille Cédric, 2008, "Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar", *NBER Working Paper*, No. 13820.

Higgins Matthew and Klitgaard Thomas, 2004, "Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets", *Current Issues in Economics and Finance*, No. 10, Federal Reserve Bank of New

York.

Joshua Aizenman, Jaewoo Lee, 2005, "International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence", *NBER Working Paper*, no.11366.

Kraay Arat and Ventura Jaume, 2005, "The Dot-Com Bubble the Bush Deficits and the U.S Current Account", in R.Clarida(ed), *G7 Current Account Imbalance: Sustainability and Adjustment*, NBER.

Krugman,Paul,1979, "A Model of Balance of Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 11,269-276.

-----,1985, "Is the Strong Dollar Sustainable?" In *The U.S. Dollar Recent Development, Outlook, and Policy Options*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Lane, Philip and Gian, Maria, Milesi-Ferretti, 2004, "Financial Globalization and Exchange Rates," mimeo, IMF.

Marc Flandreau and Clemens Jobst,2005, "The ties that divide:A network analysis of the international monetary system, 1890-1910", the Institut d'Etudes Politiques, working paper,Paris.

Marquez, J. and J. Schindler,2007, "Exchange Rate Effects on China's Trade", *Review of International Economics* 15, 837-53.

Marris, Stephen,1985, "Deficits and the Dollar: the World Economy at Risk", *Policy Analysis in International Economics*,No.14.Institute for International Economics.

Matthieu Bussière, and Christian Mulder,B., 1999, "External Vulnerability in Emerging Market Economies—How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion", *IMF Working Paper* No.88.

McCloskey,Donald,N.,1997, "The Euro and Dollar", in *Essay in International Finance*,no.205, Princeton University.

McCloskey,Donald,N. and Zecher, Richard,J.,1976, "How the Gold Standard Worked: 1880-1913", in Frenkel,J.A. and Johnson H.G.(eds),*The Monetary Approach to the Balance of Payments*, London:Allen&Unwin,357-385.

McKinnon Ronald, 2007,"The Transfer Problem in Reducing the US Current Account Deficit", *Journal of Policy Modelling* 29, 669-675.

Mckinnon R.,and Schnabl,G.,2004, "The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and the Original Sin", *Review of Development Economics*,8(3),331-360.

Morris Goldstein and Nicholas R. Lardy, 2005, "China's Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity", Working Paper, No.02.,*Institute for International Economics*.

Pontines ,V., and Rajan,S.R.,2008,"Fear of Appreciation Not Fear of Floating", Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Asia, mimeo.

Ramachandran M., and Srinivasan,N.,2007, "Asymmetric Exchange Rate Intervention and International Researve Accumulation in India", *Economics Letters*,Vol.94,Issue2,259-265.

Romer,D.Christina,1992, "What Ended the Great Depression?" *Journal of Economic History*, Vol 52, December 1992.

Roubini, Nouriel, 2004, "BW2: Are We Back to a New Stable Bretton Woods Regime of Global FixedExchange Rates?" Nouriel Roubini's Global Economics Blog, October 8. www.roubiniglobal.com/archives/2004/10/are_we_back_to.html (accessed December 15, 2004).

Salant,S.W. and Henderson W.D.,1978, "Market Anticipation of Government Policies and the Prices of Gold", *Journal of Political Economy*, 86,627-648.

Srinivasan,N., Mahambare,V., and Ramachandran M.,2009, "Preference Asymmetry and International Reserve Accretion in India", *Applied Economics Letters*, Vol.16,Issue15,1543-1546.

Tamagna, M., Frank, 1942, "Banking and Finance in China", New York, Institute of Pacific Relations.

Thomas I. Palley, 2006, "The Fallacy of the Revised Bretton Woods Hypothesis: Why Today's International Financial System Is Unsustainable", *Public Policy Brief*, No. 85.

Truman, Edward., 2005, "A Revived Bretton Woods System: Implications for Europe and the United States", Paper presented at a conference on "Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?" Federal Reserve Bank of San Francisco, February 4.

Willem Thorbecke and Hanjiang Zhang, 2008, "The Effect of Exchange Rate Changes on China's Labor-Intensive Manufacturing Exports", *RIETI Discussion Paper Series*, E -038.

时间	国际货币体系	目标	工具	机制	参与主体	变迁的原因
1879-1914	国际金本位	价格稳定	1盎司黄金=20.67美元	物价流动机制或利率平价机制	世界上7个大国，英国略强一些，不存在独特的主导性	金本位内生或外生的流动性紧缩；第1次世界大战的冲击
1914-1935	盯住美元本位向金本位的短暂恢复	物价稳定	1盎司黄金=20.67美元上升至1934年的35美元	黄金—货币关系的新设定	美、英、德、荷兰等国家	内外部目标的冲突；大萧条的冲击
1936-1944	金本位过渡到盯住美元本位制	无单一目标	美元盯住黄金，其他货币盯住美元	协议贬值	美、英、法等国家	美元贬值和第II次世界大战冲击带来的黄金流动
1945-1970	美元本位制（布雷顿森林体系）	价格稳定	美国黄金储备；美元供给	黄金—美元信用机制	美国主导，多国参与	“特里芬两难”；越南、朝鲜战争和60年代美国的社会改造等因素
1971-1973	纯粹美元本位制	价格稳定	美元供给和收缩	美元信用机制	美国单方行动	美国输出通货膨胀
1973-1984	浮动汇率制	阻断通胀输入	名义汇率变化	央行干预机制	各自为政	美国外部不平衡
1985-1998	美元干预制	降低外部不平衡	美元贬值	“协议性”干预	美、日、德等国家	
1999年至今	美元体系，欧元参与	消除不平衡	美元贬值、贸易摩擦	无多边机制	美、日、德、中国等国家	外部不平衡、货币竞争

